

# Kvartalsrapport

## 2. kvartal 2013

### RESUME

#### **Økonomiske udsigter**

Den samlede økonomiske vækst i verdensøkonomien tegner fortsat et billede af en økonomi, som bevæger sig vandret og ikke viser tegn på nogen yderligere fremgang. Imidlertid er der en vis bevægelse mellem regionerne, hvor den amerikanske økonomi tydeligvis er godt på vej ind i et selv bærende opsving, mens den europæiske økonomi ser ud til at få det knap så skidt, og japanerne oplever et midlertidigt opsving som følge af det store fald i den japanske yen. Disse forbedringer sker desværre på bekostning af en aftagende vækst i Emerging Markets, og i særdeleshed i BRIK landene, hvor væksten skuffer over en bred kam. Skal væksten op i gear igen, skal dette primært ske på den gamle måde, nemlig ved at den amerikanske økonomi agerer lokomotiv og trækker de øvrige lande med. Det vil efter vores vurdering også betyde, at vi vil vende tilbage til den gamle sammenhæng, hvor en stigende økonomisk vækst i den vestlige verden vil blive fulgt af en stigende inflation og et stigende renteniveau. Der er dog stadig ingen tvivl om, at de europæiske problemer stadig vil begrænse både vækst og rentestigningerne i Europa i forhold til USA, men trenden vil være den samme, med mindre problemerne i Sydeuropa eskalerer igen.

Det er imidlertid bekymrende, at de fleste finansielle aktiver er prisfastsat relativt dyrt i kombination med, at investorerne tager det nuværende lave renteniveau for givet, er meget risikovillige og igen har en historisk høj andel af gearede aktieinvesteringer. Det skaber frygt for en større negativ reaktion, hvis der pludselig sker en uheldig hændelse igen, såsom en genopblussen af den europæiske gældskrise, større rentestigninger eller finansielle problemer hos de kinesiske långivere.

#### **Aktiemarkedet**

Vi er således stadig fortalere for en forsigtig investeringsstrategi, hvor aktieandelen holdes lav, så der er mulighed for at udnytte eventuelle kursfald til at forøge aktieandelen.

#### **Obligationsmarkedet**

Vi er af den opfattelse, at vi i den vestlige verden gradvist er på vej hen imod et højere renteniveau. Derfor anbefaler vi at investere i korte samt variable obligationer med en lav varighed.



FORMUE- & INVESTERINGSPLEJE A/S  
Fondsmæglerselskab

Udvikling i 2. kvartal 2013					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2013
	29.03.13	28.06.13			
OMX CGI	635,40	617,43	-17,97	-2,83%	6,92%
OMX C20*	534,47	512,03	-22,44	-4,20%	3,20%
MSCI World All Countries	1.240,14	1.223,25	-16,89	-1,36%	7,88%
MSCI USA*	8.751,10	8.736,75	-14,35	-0,16%	13,36%
MSCI Europa*	8.612,40	8.244,72	-367,68	-4,27%	0,77%
MSCI Japan*	14.294,24	14.554,46	260,22	1,82%	16,29%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2013
	29.03.13	28.06.13			
Rente på indskudsbeviser	-0,10	-0,10	0,00	-0,03%	-0,09%
4% STAT 2015	-0,03	0,20	0,23	-0,52%	-0,67%
4% STAT 2017	0,29	0,62	0,33	-1,44%	-1,71%
7% STAT 2024	1,35	1,75	0,40	-3,02%	-3,52%
4% NYK 2044	3,78	3,82	0,04	-0,85%	0,48%
EFFAS 1-5**				-0,72%	-0,90%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2013
	29.03.13	28.06.13			
USD/DKK	5,84	5,70	-0,14	-2,35%	0,71%
EUR/DKK	7,45	7,46	0,01	0,13%	0,00%
JPY/DKK	0,062	0,058	-0,004	-6,45%	-12,12%

## Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2013

### Aktiemarkedet

I 2. kvartal var der igen uro på de finansielle markeder. En kombination af skuffende økonomisk vækst i flere af BRIK landene og en udtalelse fra den amerikanske centralbank om, at det i løbet af efteråret kunne komme på tale at begynde at aftrappe den meget lempelige pengepolitik, resulterede i en negativ udvikling på såvel aktie- som obligationsmarkedet. De fleste aktiemarkeder har således i kvartalet, målt i DKK, givet et negativt afkast. Som det fremgår af skemaet oven for, blev Japan, med en stigning på 1,82%, det eneste aktiemarked, som kunne fremvise positivt afkast. De danske og europæiske aktier faldt med over 4%, de amerikanske med 0,16% og verdensindekset MSCI World All Countries med 1,36%.

Værst er det dog gået ud over Emerging Markets, hvor det bedst performende aktiemarked i BRIK landene, målt i DKK, blev det indiske, som "kun" realiserede et negativt afkast på 6,45%, medens det værst performende aktiemarked blev det brasilianske, som faldt med hele 24,61%. En kombination af skuffende økonomisk vækst og strukturelle vækstproblemer i flere af BRIK landene, samt en aftagende risikovillighed hos investorerne, førte i Emerging Markets generelt til et markant udsalg af såvel aktier som obligationer. Emerging Markets blev ramt af en uheldig cocktail af kraftigt stigende renter, faldende aktiekurser og valutakurser, hvilket var en kold spand vand i hovedet på de mange investorer, som var kraftigt investeret i såvel aktier som højrenteobligationer fra Emerging Markets.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q2 2013	Afkast i DKK i 2013
Brasilien	Bovespa	-24,61%	-27,17%
Rusland	Micex	-10,69%	-12,53%
Indien	Sensex 30	-6,45%	-5,89%
Kina	Shanghai	-9,89%	-6,70%

## Obligationsmarkedet

Meldingen fra den amerikanske centralbank (Fed) om, at vi fra efteråret kunne forvente en aftrapning af den meget lempelige pengepolitik, førte i såvel USA som Europa til en generel rentestigning på obligationsmarkederne, dette til trods for, at det, som Fed sagde ”blot” var, at banken sandsynligvis ville begynde at opkøbe færre stats- og realkreditobligationer, medens en egentlig rentestigning stadig havde lange udsigter. Den amerikanske 10 årige statsrente steg i kvartalet med 0,68% point til 2,53% pr. 30.06.2013. Det stigende amerikanske renteniveau fik afsmittende effekt på de europæiske renter, hvilket førte til, at der blev realiseret negative afkast på det danske obligationsmarked. Således blev der på den korte danske statsobligation, 4% STAT 2015, realiseret et negativt afkast i niveau 0,5%, medens den lange statsobligation, 7% STAT 2024, gav et negativt afkast i niveau 3%. Det er dog relativt beskedne negative afkast, idet obligationer fra Emerging Markets har haft det langt værre, hvor Barclays Emerging Markets Local Currency Core Government Bond Index, målt i DKK, faldt med 7,3%. Indekset udtrykker udviklingen i statsobligationer fra Emerging Markets målt i den lokale valuta omregnet til danske kroner.

Det virker umiddelbart paradoksalt, at også obligationsrenterne steg, idet vækstudsigterne for eurolandene i kvartalet blev nedjusteret en anelse, og der stadig synes langt til et egentligt økonomisk opsving. Men som argumenteret for i den seneste kvartalsrapport, var det vores vurdering, at renteniveauet i Europa og i særdeleshed i USA var kunstigt lavt, hvorfor der sagtens kunne komme en rentestigning uden at de økonomiske udsigter blev væsentligt ændret. Det er efter vores vurdering netop det, som skete i løbet af kvartalet, idet blot udsigten til en begyndelse på enden af centralbankernes massive lempelige pengepolitik var nok til at ændre markedsrenterne med raket fart.

## Valutamarkedet

Der har, som tidligere, beskrevet i løbet af kvartalet været nogle kraftige bevægelser på valutamarkedet, hvor de største fald er sket i Emerging Markets valutaer. Således faldt såvel den brasilianske real som den indiske rupee over for danske kroner med omkring 10,5%, medens den tyrkiske lire faldt med 7,6%. Der har således i kvartalet på grund af en kombination af skuffende økonomisk vækst og aftagende risikovillighed hos investorerne virkelig været uro omkring de mere eksotiske valutaer, som resulterede i salg af værdipapirer fra Emerging Markets med faldende valutakurser til følge.

Den japanske yen fortsatte sin svækkelse over for danske kroner med et fald på 6,45%, således at faldet i 2013 nu er oppe på over 12%. Også den amerikanske dollar blev over for såvel euro som danske kroner svækket. USD faldt med 2,35% over for DKK og har dermed næsten tabt hele årets styrkelse. Det er vanskeligt at finde nogen logisk forklaring på, hvorfor USD pludselig blev svækket, idet den økonomiske vækst i USA er mere robust, og udsigten til stigende renter er rykket nærmere.

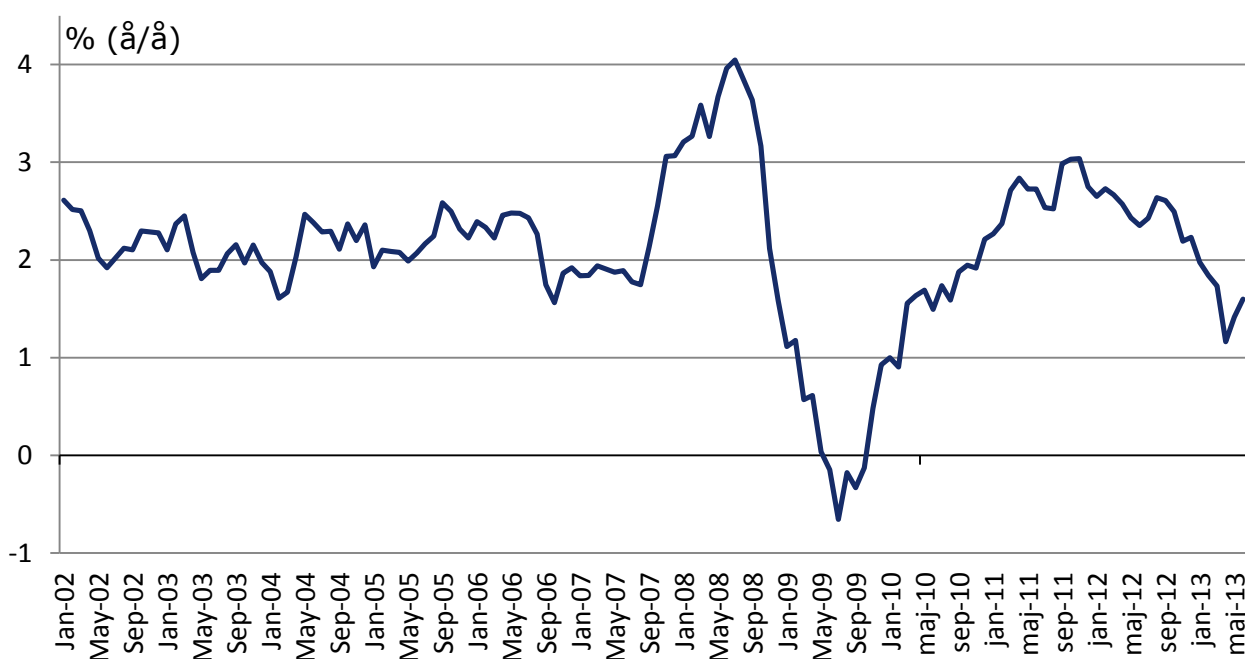
## Den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2013

### Europa

Der har i kvartalet fortsat været recession i den europæiske økonomi, idet den økonomiske vækst sammenlignet med 2. kvartal 2012 forventes at have været negativ med 0,6%. Faldet blev dog lavere end i 1. kvartal 2013, hvor den sammenlignet med samme kvartal 2012 var negativ med omkring 1%. Flere af de ledende indikatorer, så som PMI indeksene (indkøbschefernes forventning til fremtiden), selv for de sydeuropæiske lande, er begyndt at være mindre pessimistiske, hvilket kunne tyde på, at europæisk økonomi kan være på vej til at få det bedre. Den rigtige formulering er nok, at europæisk økonomi er på vej til at få det knap så skidt, idet den økonomiske vækst sandsynligvis stadig vil være så beskeden, at arbejdsløsheden i EU i en længere periode vil fortsætte med at stige. Selv en mindre fremgang i den økonomiske vækst vil føles som fortsat recession.

Den seneste måling for inflationen i Euroland viste for juni 2013 sammenlignet med juni 2012 en stigning på 1,6%, hvilket fortsat er et stykke under ECB's målsætning om at holde inflationen tæt på 2,0%. Der er således ikke noget inflationspres i Euroland, hvilket vil virke understøttende på ECB's lempelige pengepolitik

### Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

### USA

De første målinger vedrørende den økonomiske vækst i den amerikanske økonomi i 1. kvartal 2013 viste sammenlignet med 1. kvartal 2012 en fremgang på 2,4%, et væksthiveau der senest er blevet nedrevideret til 1,8%. Det er selvfølgelig ikke noget "festniveau", men det skal ses i sammenhæng med,

at der er sket finanspolitiske stramninger, hvilket dæmper væksthiveauet. De finanspolitiske stramninger vil blive en dæmpende faktor gennem hele 2013, men til trods for dette virker det som om, at den amerikanske økonomi er på vej ind i et selv bærende økonomisk opsving, hvor vi ser, at arbejdsløsheden falder, forbrugertilliden stiger, og det samme gør huspriserne. Imidlertid ser det ud til, at den økonomiske vækst har været lidt lavere i 2. kvartal 2013 sammenlignet med 2. kvartal 2012, idet væksten forventes at have været i niveau 1,5%.

Inflationen befinder sig stadig på et meget lavt niveau, idet den i maj 2013 sammenlignet med samme periode året før blot viste en stigningstakt på 1,4%.

Det ser ud til, at den amerikanske økonomi, trods fortsatte finanspolitiske stramninger, er godt på vej ind i et selv bærende økonomisk opsving. Det har fået flere økonomer, også i den amerikanske centralbank, til at stille spørgsmålstegn ved, hvorvidt det nu også er hensigtsmæssigt at fortsætte med en pengepolitik med en 0-rentepolitik og opkøb af stats- og realkreditobligationer for 85 mia. USD om måneden, som om USA befandt sig i en dyb depression. Det var nemlig netop en for lempelig pengepolitik, specielt i USA, som var en medvirkende årsag til Finanskrisen. Derfor var det også naturligt, at den amerikanske centralbankdirektør, Ben Bernanke, i løbet af kvartalet gjorde opmærksom på, at banken gradvist ville nedtrappe den lempelige pengepolitik. Efterfølgende har flere medlemmer af den amerikanske centralbank været ude at nedtone denne melding og sagt, at der stadig er lange udsigter til en egentlig rentestigning. Disse meldinger kommer sandsynligvis udelukkende, fordi det har overrasket Fed, at markedsbewægelsen efter Bernankes udtalelser blev så kraftig. Fed forsøger hermed at berolige og styre de finansielle markeder, hvilket vi også har set, at den europæiske centralbank i stigende grad er begyndt at gøre. På sæt og vis en bekymrende udvikling, idet centralbankerne herved i langt højere grad er begyndt at agere efter de finansielle markeders ønsker i stedet for at agere som en uafhængig institution, hvis primære formål det er at sikre prisstabilitet. Den amerikanske centralbank har dog også et andet mandat, nemlig at sikre, at den økonomiske vækst er på et ønskværdigt niveau. Men centralbankernes ageren vidner stadig i større og større grad om, at det nu er dem, som også skal sikre kursstigninger på de finansielle markeder og sikre, at landene kan overholde deres forpligtigelser. Det minder mere og mere som om, at vestlige økonomier er gået over til en form for planøkonomi, hvor styringen er overladt til centralbankerne!

De kraftige kursbewægelser i kølvandet på Bernankes udtalelser, kunne også være et forvarsel om, at den meget lempelige pengepolitik har ført til en (for) høj risikotagning hos mange investorer, hvilket kan afstedkomme forholdsvis store kursbewægelser på selv mindre uhensigtsmæssige begivenheder, hvilket vi også observerede i årene op til Finanskrisens opblussen. Det vil vi kommentere nærmere senere i Kvartalsrapporten.

## Japan

Den markante svækkelse af den japanske yen i løbet af de seneste 3 kvartaler har sat sine spor i den japanske økonomi, som sammenlignet med samme perioder året før forventes at være vokset med henholdsvis 3,9% i 1. kvartal 2013 og 2,5% i 2. kvartal 2013. Det er ikke overraskende i særdeleshed de store eksportorienterede virksomheder, som trækker godt op i den økonomiske vækst. Inflationsmæssigt er der endnu ikke sket det store, idet prisudviklingen for maj 2013 sammenlignet med samme periode året før viste et fald på 0,3%.

## **BRIK landene**

### *Brasilien*

Den økonomiske vækst i Brasilien er fortsat et stykke fra fordums styrke, idet den i 1. kvartal 2013 sammenlignet med 1. kvartal 2012 var på 1,9% og forventes at have været i niveau 2,0% i 2. kvartal. Som beskrevet i tidligere Kvartalsrapporter, har den brasilianske økonomi en række strukturelle udfordringer, idet landets industri ikke er særlig konkurrencedygtigt over for udenlandske virksomheder, men i stedet har været beskyttet af protektionistiske tiltag. Desuden har der været nogle pæne lønstigninger, hvilket har forværret konkurrencesituationen, og lagt et opadgående pres på inflationen. Det er med til at lægge en dæmper på den potentielle vækst samtidig med, at Brasilien står over for en periode, hvor der skal indføres strukturelle og upopulære reformer for at gøre landet konkurrencedygtigt, og det i et land, som på det seneste har oplevet uroligheder i forbindelse med, at borgerne krævede bedre vilkår i bl.a. sygehussektoren i stedet for at bygge fodboldstadions til VM i fodbold. Der er ingen tvivl om, at Brasilien går en svær fremtid i møde. Moody's har som følge af denne situation ændret deres syn på den brasilianske økonomi fra en positiv til en negativ bias, hvilket betyder, at Brasilien kan risikere at få landets kreditværdighed nedgraderet, næste gang kreditvurderingsselskabet vurderer Brasiliens finansielle styrke.

Inflationen er igen begyndt at stige. Inflationen viste i maj 2013 sammenlignet med maj 2012 et niveau på 6,5%, hvilket er i den øvre ende af det ønskværdige. Den brasilianske centralbank har som følge af den stigende inflation hævet den ledende rente, Selic renten, med 0,5% point til nu 8,0%.

### *Rusland*

Den russiske økonomi har også kørt i et lavt gear i 1. halvår af 2013, idet den økonomiske vækst forventes at have været på omkring 1,6% i både 1. kvartal 2013 og 2. kvartal 2013 sammenlignet med samme kvartaler året før.

Det russiske inflationsniveau ligger fortsat på et højt niveau, idet inflationen sammenlignet med de samme måneder året før var henholdsvis 7,2% i maj 2013 og 6,9% i juni 2013, hvilket er over det niveau omkring 5-6%, som er den russiske centralbanks mål.

### *Indien*

Væksten i den indiske økonomi var sammenlignet med samme kvartal året før 4,8% i 1. kvartal 2013 og væksten forventes at være steget en anelse i løbet af 2. kvartal til et niveau omkring 5,2%. Det er et for Indien skuffende niveau, hvilket har fået den indiske centralbank til at sænke renten med 0,75% point til nu 7,25%.

Inflationen i Indien, målt ved CPI indekset, ligger fortsat på et højt niveau, idet inflationen sammenlignet med samme måned året før var på 10,7% i maj 2013. Inflationen er imidlertid faldet lidt siden starten af 2013, og det forventes, at denne tendens vil fortsætte i resten af 2013.

### *Kina*

Vi har i starten af 2013 været vidne til, at den kinesiske vækstmodel har mistet en del momentum, og en del økonomer tvivler nu på, at modellen er så bæredygtig, som de hidtil antog. Den kinesiske vækst var i 1. kvartal 2013 sammenlignet med 1. kvartal 2012 på 7,6%, og væksten i 2. kvartal 2013 forventes at have været på et lidt lavere niveau. De kinesiske ledere er i stigende grad begyndt at signalere, at de ikke lægger så stor vækst på de kortsigtede vækstudsving, men større vægt på at få skabt en mere bæredygtig kinesisk vækst. Det har de fleste økonomer tolket derhen, at vi ikke skal forvente, at væksten i den kinesiske økonomi kommer meget over den officielle målsætning på 7,5% p.a.

Den kinesiske vækstmodel har været drevet af, at de vestlige virksomheder producerede billigt i Kina, og at der blev foretaget massive infrastrukturinvesteringer samt bygget ganske mange boliger. Nu er de kinesiske lønninger steget kraftigt, hvilket får flere virksomheder til at lægge produktionen i andre lande. Samtidig er der bygget et massivt overskud af lånefinansierede boliger. Dermed kører 2 af de væsentlige vækstmotorer for den kinesiske motor nu på et lavere blus i kombination med, at der er ydet betydelige lån af tvivlsom karakter til det kinesiske boligmarked. Den massive opbygning af boliggæld fik i kvartalet det amerikanske kreditvurderingsbureau, Fitch, til at nedgradere Kinas kreditværdighed, og det har fået IMF (Internationale Valuta Fond) til at advare mod den stigende kreditboble. Verdensøkonomien skal således ikke på den korte bane forvente megen hjælp fra den kinesiske økonomi. Tværtimod tyder mere og mere på, at der kan ligge nogle risici i denne.

Inflationen har været aftagende i Kina, og den udgjorde, sammenlignet med samme periode året før, blot 2,1% i maj 2013 sammenlignet med samme måned året før.

### **Samlet omkring den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2013**

Den samlede økonomiske vækst i verdensøkonomien tegner fortsat et billede af en økonomi, som bevæger sig vandret og ikke viser tegn på nogen yderligere fremgang. Imidlertid er der en vis bevægelse mellem regionerne, hvor den amerikanske økonomi tydeligvis er godt på vej ind i et selv bærende opsving, medens den europæiske økonomi ser ud til at få det knap så skidt, og japanerne oplever et midlertidigt opsving, som følge af det store fald i den japanske yen. Disse forbedringer sker desværre på bekostning af en aftagende vækst i Emerging Markets, og i særdeleshed i BRIK landene, hvor væksten skuffer over en bred kam. Desuden synes ubalancerne i den kinesiske økonomi at komme tydeligere og tydeligere frem, hvilket på et tidspunkt kan resultere i nogle uheldige skvulp i verdensøkonomien. Det synes således, at vi (igen) skal sætte vores lid til, at opsvinget i den amerikanske økonomi kan blive så stærkt, at det kan få en positiv afsmittende virkning på verdensøkonomien, men samtidig må vi også indstille os på, at specielt det amerikanske renteniveau er på vej op.

## Forventninger

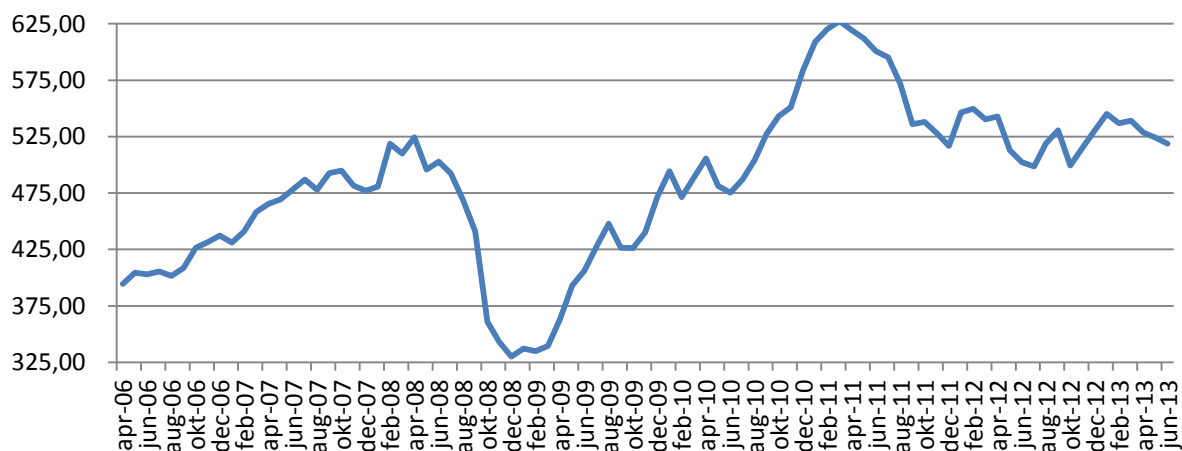
Økonomiske nøgletal						
	2012r		2013e		2014e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,20%	2,10%	2,00%	1,50%	3,00%	1,70%
Euroland	-0,50%	2,40%	-0,50%	1,60%	0,70%	1,60%
Japan	1,60%	-0,20%	1,60%	0,10%	1,30%	1,00%
Danmark	-0,60%	2,50%	0,50%	1,50%	1,40%	2,00%
Brasilien	0,90%	5,40%	2,10%	6,20%	2,70%	6,00%
Rusland	3,40%	5,00%	2,70%	6,50%	3,00%	6,00%
Indien	4,90%	9,00%	5,70%	9,50%	6,00%	7,50%
Kina	7,70%	2,70%	7,60%	2,70%	7,60%	2,50%

Kilde: Dansk FI

### Økonomi

Verdensbanken og IMF har for nylig nedjusteret de økonomiske vækstforventninger til udviklingen i verdensøkonomien for 2013. Vurderingen er, at verdensøkonomien stadig befinder sig i en situation, hvor økonomien kører i et langsomt tempo. Udviklingen i råvareprisindekset, målt ved CRB Raw Industrials i USD, har, jf. grafen nedenfor, siden foråret 2011 befundet sig på et relativt stabilt niveau omkring de 525 USD. Det er interessant at se på udviklingen i råvarepriserne, idet det må kunne forventes, at de vil udvikle sig i takt med forventningen til udviklingen i de økonomiske konjunkturer. Hvis der forventes stigende økonomisk vækst, må det forventes, at der efterspørges flere råvarer for at imødekomme den stigende efterspørgsel efter færdigvarer, og omvendt, hvis efterspørgslen efter færdigvarer falder.

### CRB Raw Industrials i USD



Kilde: Danske Bank



I de senere år har den kinesiske økonomi tiltrukket store råvaremængder, som følge af at Kina har været ”verdens produktionssted”, men også fordi væksten i den kinesiske økonomi har været drevet af store infrastrukturinvesteringer og et boomene boligbyggeri. Dette vækstmønster er som tidligere omtalt ved at ændre sig, idet Kina ikke længere er et meget billigt land at producere i, hvorfor mange virksomheder er begyndt at lægge produktionen andre steder i verden, enten fordi virksomhederne ønsker en billigere produktionspris, eller fordi virksomhederne prioriterer at lægge produktionen tættere på slutkunden, så virksomheden får en kortere produktionstid og dermed større fleksibilitet. Denne tendens forventes forstærket i de kommende år, idet kineserne, for at forbedre levestandarden, forventes at fortsætte med relativt høje lønstigninger. Der er derfor udsigt til et ændret produktions- og transportmønster i verdensøkonomien, hvilket vil flytte råvareefterspørgsel fra Kina til andre lande. Denne effekt betyder ikke noget for den samlede efterspørgsel efter råvarer, men det kan få betydning for de transportselskaber, som har nydt godt af at fragte råvarer til Kina og færdigvarer fra Kina til andre lande.

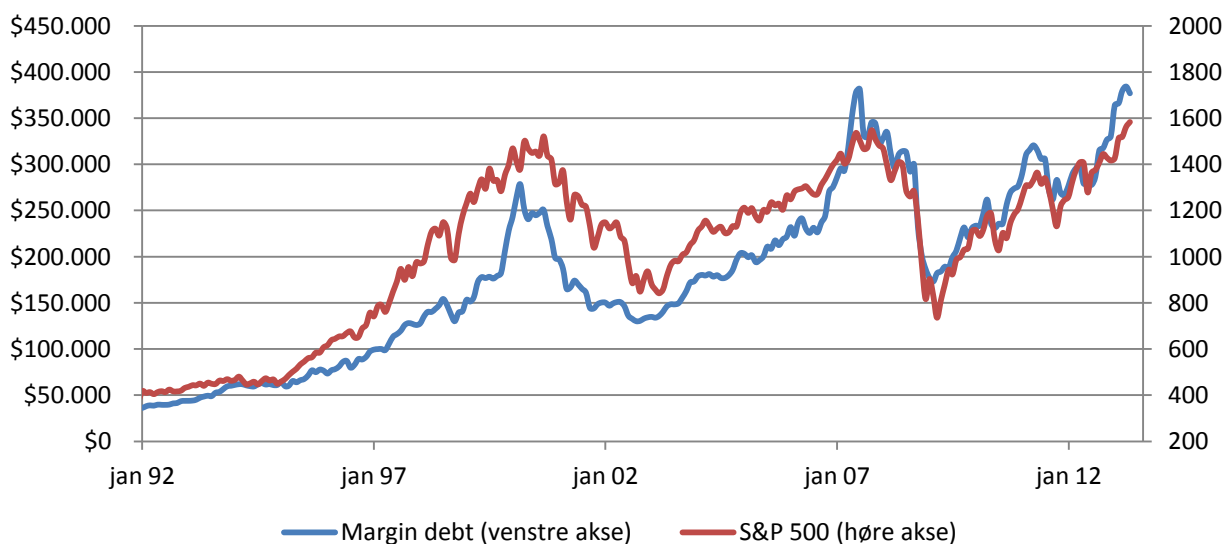
Det, der virkelig kan få stor betydning for såvel den økonomiske vækst i verdensøkonomien som efterspørgslen efter råvarer, er, hvis kineserne ikke længere efterspørger råvarer til en større vækst i bolig og infrastrukturprojekter, og netop dette kan være i gang, idet flere og flere økonomer advarer om, at der er en boligboble i den kinesiske økonomi, fordi der for lånte penge er blevet bygget for mange boliger til alt for høje priser. Det lyder, som noget vi tidligere har hørt om i den vestlige verden i årene op til Finanskrisen. Flere og flere økonomer er begyndt at frygte, at der kan være en række meget dårlige udlån i den kinesiske økonomi, som kan udløse en kinesisk finanskris. Hvilken effekt denne i givet fald vil have er vanskelig at vurdere, idet Kina både har et officielt lånemarked med bankerne i spidsen, men også et ”gråt” lånemarked, hvor personer og virksomheder på kryds og tværs låner til og fra hinanden, og dette grå lånemarked er det vanskeligt at vurdere omfanget af. Et er alle dog enige om, og det er, at det har en ganske betragtelig størrelse. Den kinesiske regering synes meget opmærksomme på problemstillingen, og har forsøgt at begrænse udlånet til i særdeleshed boliginvesteringer, men om dette er nok og rettidigt kan ikke vurderes. Den kinesiske økonomi går på den korte bane uden tvivl en svær fremtid i møde, hvor det må forventes, at den i bedste fald vil vokse i et lavere tempo end hidtil antaget og i værste fald kan lande i en situation med økonomisk uro, som kan sende chokbølger til verdensøkonomien. På nuværende tidspunkt hælder både vi og de finansielle markeder mest til det første scenarie, men vi er opmærksomme på, at dette kan ændre sig, hvis kineserne ikke formår at inddæmme de dårlige udlån.

Det ændrede vækstscenarie for kinesisk økonomi vil sandsynligvis på globalt plan resultere i en mindre efterspørgsel efter råvarer, hvilket vil få råvarepriserne til at udvikle sig mere stabilt og dermed være med til at begrænse inflationspresset. Omvendt vil de ændrede produktionsmønstre sandsynligvis resultere i et opadgående pres på produktionspriserne, idet virksomhederne ikke længere kan nedbringe produktionspriserne ved at outsource produktionen til Kina. Det vil således være disse 2 modsatrettede tendenser i verdensøkonomien, som på den korte bane vil være med til at holde inflationen på et mere stabilt niveau, men skulle den økonomiske vækst i verdensøkonomien begynde at stige, f.eks. hvis den amerikanske økonomi kommer rigtig op i gear igen, vil råvarepriserne i den vestlige verden sandsynligvis igen vise en stigende tendens og dermed skabe basis for et generelt højere inflationsniveau og dermed risiko for et stigende renteniveau. Dette er vigtigt at holde sig for øje som investor, idet det kan betyde en tilbagevenden til den gamle sammenhæng, hvor en stigende økonomisk aktivitet også betød stigende inflation og stigende renter i de vestlige økonomier, hvilket givet vis vil komme som en overraskelse for de fleste investorer: Høje priser på mange aktiver og lave renter er nærmest blevet en selvfølge hos mange investorer.

*Andelen af gearede aktieinvesteringer er igen rekord høj i USA og skaber frygt for et større kursfald*

Som vi beskrev i Kvartalsrapporten for 1. kvartal 2013, er det vores opfattelse, at mange aktiver og i særdeleshed virksomheds- og Emerging Markets obligationer, som følge af en meget høj risikovillighed hos investorerne, er meget dyrt priset. Vi har i løbet af det seneste kvartal set, hvorledes specielt Emerging Markets obligationer og aktier pludselig fik nogle store kursfald som følge af nogle "uheldige" udtalelser fra den amerikanske centralbank. Dette minder meget om perioden op til Finanskrisens opblussen, hvor der også var flere rystelser på de finansielle markeder, bl.a. skabt af den daværende amerikanske centralbankchef, Alan Greenspan, som i starten af 2007 sagde, at der var 33% risiko for, at den amerikanske økonomi i løbet af 2007 kunne ryge i recession. Dette fik verdens aktiemarkeder til på få dage at falde 6-8% og skabte større kursbevægelser på valutamarkedet. Det pudsige ved Greenspan's udtalelse var, at en anden undersøgelse på samme tidspunkt viste, at hele 60% af den amerikanske befolkning rent faktisk regnede med, at den amerikanske økonomi senere på året ville ryge i recession. Greenspan's udtalelse var således absolut ikke overraskende! Men den kom i en periode, hvor mange aktiver, incl. Virksomheds- og Emerging Markets obligationer, var dyrt priset, hvilket vi var opmærksomme på (se Kvartalsrapport for 1. kvartal 2007). Hvis risikovilligheden er meget høj, og aktiver er dyrt priset, skal der erfaringsmæssigt ikke meget store negative overraskelser til for at give en større negativ kursreaktion.

Nedenstående graf, som viser udviklingen i det amerikanske aktieindeks S&P 500 og værdien af Margin debt på New York Stock Exchange (NYSE), viser en bekymrende udvikling. Margin debt er værdien af aktier, som er købt for lånefinansierede penge. Som det kan ses af nedenstående graf, har der efterfølgende været en meget negativ kursreaktion på S&P 500, når Margin debt har passeret 300.000 USD. I en anden analyse<sup>1</sup> som har sat værdien af Margin debt i forhold til værdien af det amerikanske bruttonationalprodukt, tegner der sig et lignende bekymrende billede, idet S&P 500 historisk er faldet markant, når Margin debt har passeret en værdi på over 2,25% af BNP. I april 2013 var denne andel på 2,4%.



Kilde: Coin Fondsmæglerselskab

<sup>1</sup> Se Artikel den 18.06.2013 på [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com) under titlen "When Margin Debt Goes Over 2,25% Of GDP, The Stock Market Always Crashes"

Det er vores vurdering, at de fleste aktiver er højt prisfastsat, men heldigvis ikke helt så højt som før IT boblen sprang, og Finanskrisen brød ud, hvorfor vi som udgangspunkt ikke vurderer, at vi kommer til at opleve et decideret krak på de finansielle markeder. Den høje risikovillighed og den store andel af lånefinansierede aktiekøb i kombination med den høje prisfastsættelse af de fleste aktiver gør, at vi er nervøse for, at der på de vestlige aktiemarkeder kan komme en større korrektion på eksempelvis 10-20%, hvis der i den nærmeste fremtid sker en uheldig begivenhed, og der er mange uløste ubalancer, som kan dukke op igen. Eksempelvis er vi i øjeblikket vidne til en vis uro i Sydeuropa, hvor den portugisiske regering i stigende grad er ved at miste opbakningen til den nødvendige spareplan, og Trojkaen har sagt til grækerne, at de skal se at få opfyldt de aftalte betingelser for lånepakken, hvis ikke denne skal trækkes tilbage. Den europæiske gældskrise kan således sagtens pludselig blive et tema igen, hvilket kan resultere i en meget negativ kursreaktion, specielt når investorerne er så risikovillige og lånefinansieret, som tilfældet er nu.

#### *Samlet vurdering på de økonomiske udsigter*

Der er således vores vurdering, at væksten i verdensøkonomien på den korte bane stadig befinder sig på et relativt lavt niveau, og skal væksten op i gear igen, skal dette primært ske på den gamle måde, nemlig ved at den amerikanske økonomi agerer lokomotiv og trækker de øvrige lande med. Dette vil efter vores vurdering også betyde, at vi vil vende tilbage til den gamle sammenhæng, hvor en stigende økonomisk vækst i den vestlige verden vil blive fulgt af en stigende inflation og et stigende renteniveau. Der er dog stadig ingen tvivl om, at de europæiske problemer stadig vil begrænse både vækst og rentestigninger i forhold til USA, men trenden vil blive den samme, medmindre problemerne i Sydeuropa eskalerer igen.

Det er imidlertid bekymrende, at de fleste finansielle aktiver er prisfastsat relativt dyrt i kombination med, at investorerne tager det nuværende lave renteniveau for givet og samtidig er meget risikovillige og igen har en historisk høj andel gearede aktieinvesteringer. Det skaber frygt for en større negativ reaktion, hvis der pludselig sker en uheldig hændelse, såsom en genopblussen af den europæiske gældskrise, større rentestigninger eller finansielle problemer hos de kinesiske långivere.

## **Aktier**

Vi er stadig fortalere for en forsigtig investeringsstrategi, hvor bl.a. aktieandelen holdes lav, dels for at undgå kurstab, dels for at kunne udnytte muligheden for ved eventuelle kursfald at forøge aktieandelen. Der har på det seneste været nogle betydelige kursfald på aktier fra Emerging Markets, men vi er stadig af den opfattelse, at det er for tidligt at købe flere aktier i disse regioner, idet flere af landene stadig står over for en række uløste strukturelle problemer, som kan danne baggrund for yderligere kursfald.

## Obligationer

Vi er af den opfattelse, at vi gradvist i den vestlige verden er på vej mod et højere renteniveau. De amerikanske renter vil efter vores vurdering stige mest, idet problemerne i Sydeuropa lægger en dæmper på rentestigningerne i Europa, men renteniveauet er efter vores vurdering også på vej op i Europa. Derfor anbefaler vi at investere i korte og variable obligationer med en lav varighed.

Virksomheds- og Emerging Markets obligationer er efter vores vurdering fortsat uinteressante, og for en nærmere gennemgang af vores vurdering af en investering i High Yield Virksomhedsobligationer henviser vi til vores analyse af 13.juni 2013, som kan hentes på vores hjemmeside. Linket findes på forsiden af [www.danskfi.dk](http://www.danskfi.dk).

7. juli 2013

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S

Fondsmæglerselskab

Nærværende kvartalsrapport kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Rapporten er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for rapportens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom rapporten naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdsdato.